

文化差异会影响并购绩效吗

——基于方言视角的研究*

蔡 宁

(厦门大学管理学院 361000)

【摘要】文化影响经济活动，是近年公司财务研究的热点。文化差异既可能增加并购的整合成本，也可能带来并购双方之间的学习效应。因此本文以2004-2015年中国证券市场的并购活动为研究对象，以主并公司与目标公司所在地的方言差异测度两者之间的文化差异，考察文化对并购的影响。研究发现：第一，公司所在地的方言差异越大，并购公告的市场反应越好，在考虑了方言树度量误差、采用工具变量控制内生性、以及其他可能解释后，上述结论仍然成立，研究发现支持了方言差异的“学习效应”假说；第二，当主并公司为国有上市公司、并购为关联并购、并购发生在同一省份内时，方言差异带来的学习效应将被削弱；第三，方言差异越大，并购的长期绩效越好，一定程度上也支持了学习效应假说。本文的研究结论，以中国数据丰富发展了“文化与公司财务”研究，也从文化视角为考察并购绩效问题提出了新思路。

【关键词】文化；方言；并购

一、引言

文化对公司行为的影响，近年来成为公司财务研究的热点。^①作为区域性稳定代际传承的理念和价值观（Guiso等，2006），文化是对经济学研究中正式制度安排的一项重要补充（Zingales，2015）。以西方成熟资本市场为对象的研究，发现文化能够解释公司之间在外商直接投资（Guiso等，2009）、权益性投资（Hwang，2011）、资本成本（Giannetti和Yafeh，2012）等方面的差异。较之西方发达国家，中国的法律法规、正式经济制度还较为薄弱，但经济发展却取得了举世瞩目的成就。非正式制度安排在这一过程中发挥了关键作用（Allen等，2005），而文化无疑是其中重要的一项。

近年来，语言成为研究文化问题的新视角（Chen，2013；Chang等，2015），并在中国情境下具有独特的适应性。一方面，中华文明的形成是历史上多次民族同化、融合的结果，语言作为重要载体，综合体现了文化横向传播的结果（赵子乐和林建浩，2017）。另一方面，中国虽然具有统一的文字，但方言众多，这为在同一政治、经济、法律环境下，考察语言对经济活动的影响提供了重要研究

场景，克服了国别比较研究中难以剔除的制度差别问题。

并购是企业发展到一定阶段后的外延扩张模式，文化差异既有可能增大并购后的整合成本、影响协同效应，也有可能带来增量信息、提高组织效率。因此，本文以中国证券市场并购事件为研究对象，考察主并公司与目标公司之间文化差异对并购绩效的影响。研究发现：第一，主并公司与目标公司所在地的方言差异越大，并购公告的市场反应也越好。在考虑方言树度量误差、采用工具变量控制内生性、考虑其他可能解释后，该结论仍然成立；第二，当主并公司为国有企业、并购为关联并购、并购发生在同一省份内时，方言差异对并购绩效的影响作用将被削弱；第三，方言差异越大，并购的长期市场业绩也越好。

较之现有文献，本文主要在以下几方面有所拓展：首先，以中国特有情景为研究背景，以方言差异测度文化差异，丰富和发展了“文化与公司财务”研究；其次，突破传统研究视角，从文化角度考察并购绩效、整合效应等问题。为从非正式制度安排角度发展并购研究，提供了新思路；再次，为并购实务的发展提供了理论支持和建议。中

* 国家自然科学基金重大项目（71790602）；教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（16JJD790034）；全国会计领军（后备）人才（学术类）培养项目。

① 2015年，《金融经济学期刊》（Journal of Financial Economics）推出了一期“文化与公司财务”专刊，系统介绍了近几年来宏观层面、微观层面文化问题在公司财务领域的研究进展，并展望了未来前景。

国企业的跨国、跨区域并购日益增多,文化差异是影响这一类并购成败的关键。公司在做出并购决策时,可以权衡比较文化差异可能带来的学习效应,从而提高这一类并购活动的成功概率。

后文结构安排如下,第二部分为文献回归与研究假说;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果与分析;第五部分是稳健性检验;第六部分为研究结论。

二、文献回顾与研究假说

(一) 文化与并购

在公司财务的文献中,文化被定义为通过民族、宗教、社会团体等载体,稳定代际传承的理念和价值观(Guiso等,2006)。作为特定区域内的一项长期稳定的非正式制度安排,文化可能影响公司的信息披露质量(Braguinsky和Mityakov,2015;Davidson等,2015)、税收行为(DeBacker等,2015)、经营决策(Guiso等,2009)、投资行为(Benmelech和Frydman,2015)等。同样的,企业的并购决策及其绩效,也会受到外部文化因素的影响。

并购是企业发展到一定阶段后采取的外延扩张模式。并购能否给主并公司、目标公司的股东创造财富、提升企业的绩效水平,一直以来在研究上都是一个有争议的话题(Morck等,1990;King等,2004;Bhaumik和Selarka,2012)。主并公司和目标公司之间能否产生协同效应(synergy),被认为是并购成败的关键,也是并购财富的主要来源。从实务的角度看,整合成本是影响协同效应的重要因素(Harding和Rovit,2004;Lajoux,2006)。整合的关键是双方公司之间的业务融合、团队合作等。

一方面,文化差异可能增加并购双方的整合成本。当主并公司和目标公司来自文化差异比较大的地区时,两个团队之间的合作难度将增大,从而提升并购后的整合成本。首先,就个体而言,心理学的研究表明,个体通常具有群体内偏好倾向(intergroup bias)(Hewstone等,2002)。因此,管理层倾向雇佣具有共同文化价值观的雇员,雇员也更愿意与具有共同文化价值观的合作者协同工作,即使这些选择本身可能是低效率的。其次,就组织而言,Arrow(1974)和Akerlof(1997)都提出,社会距离会抑制组织内的交流,从而影响组织作出有效决策的能力。一些经验研究也支持了这一观点,例如组织之间的社会距离越大,两者合作的可能性也越低(Hoffman等,1996、1999;Glaeser等,2000;Fershtman和Gneezy,2001)。因此,主并公司和目标公司之间的文化差异越大,合并后的整合难度也越大。文化距离将为并购带来额外的整合成本,影响协同效应,降低并购绩效。这就是文化影响并购的“成本效应”假说。

另一方面,文化差异也有助于提高组织效率,或者说,文化差异可能成为价值创造的一个途径。这是因为主并公司、目标公司之间的差异性而不是相似性,为协同和学习创造了机会(Harrison等,1994;Vermeulen和Barkema,2001)。首先,不同的文化背景使得组织成员之间可以共享资源从而提高效率(Ely和Thomas,2001;Page,2007)。并购能够让主并公司接触到目标公司特有的、具备潜在价值的生产能力,这些能力根植于不同的文化或制度环境。常规的合作或学习,主并公司无法掌握上述能力,但并购能够通过类似于“移植”外部环境的方式,让主并公司获取这些能力,从而提升竞争优势(Larsson和Finkelstein,1999;Morosini等,1998)。其次,组织学习观的学者也强调了文化差异的潜在收益。例如,Barkema和Vermeulen(1998)、Vermeulen和Barkema(2001)都认为,文化和系统的差异能够帮助主并公司建立更为丰富的知识结构,促进创新和学习。即使获取的能力无法直接被主并公司同化、吸收,新知识和实践的溢出效应也有可能孕育产生新知识。因此,主并公司和目标公司之间的文化差异越大,并购后的学习效应越强,从而提升协同效应、提高并购绩效。这就是文化影响并购的“学习效应”假说。^②

(二) 方言与文化

如何计量从而刻画文化差异,是经验研究首先需要解决的问题。西方文献主要以基因这一生理性特征测度文化差异。不同群体的基因距离越大,意味着其在血统上分离的时间越长,文化差异也就越大(Spolaore和Wacziarg,2009)。一部分研究以基因测度文化,考察文化对经济活动的影响(Guiso等,2009;Desmet等,2011;黄新飞等,2014)。但在研究中国问题上,基因并不是一个恰当的文化测度视角(赵子乐和林建浩,2017)。首先,基因差异之所以被视为基础性的决定因素,是因为基因差异是史前形成的(Spolaore和Wacziarg,2013)。对文明史较短的国家来说,史前因素有重要影响,但是对中国这样的文明古国而言,在漫长的历史中,基因的作用可能相对淡化。其次,文化的传播形式有两类,一类是传承和变异的“垂直模式”,一类是同化的“横向模式”。在垂直模式下,传承和变异通常在一个群体内发生,群体间的基因差异越大,文化的差异也就越大。因此基因距离对文化差异具有较好解释力;但是,中华文明的形成恰恰是历史上多次同化的结果,生物学的证据也表明族群融合是现代汉族形成的关键。在融合、同化的过程中,群体内文化传承、变异的封闭模式被打破,基因差异的群体也可能具有相似、相近的文化。因此在文化传播横向模式为主的情况下,基因对文化差异

^② 文化差异对并购的影响,既可能增加整合成本,也可能带来学习效应,究竟何者更为突出,一定程度上和并购后的过程管理有关。以吉利并购沃尔沃为例,跨国并购中文化差异的冲突将更为突出。吉利董事长李书福在接受采访时就指出:吉利之所以能成功融合沃尔沃,“和而不同”的整合策略是关键。并购后的过程管理中,如何对待双方文化差异、于差异中寻求价值创造的机会,是决定成本效应还是学习效应发挥作用的关键因素之一。详见“跨国企业新范式”,《浙江日报》2016年8月26日第2版。

的解释力大大下降。

语言作为文化的综合表征,则能从多方面反映出中华文化的横向传播结果(赵子乐和林建浩,2017)。首先,儒家文化自汉代以来在中华文明中占据主导,“礼乐教化”是儒家文化横向传播的基本手段,而“正名”即实现“名正言顺”是首要任务。因此,但凡涉及典章制度、风俗礼仪、伦理关系等,都要制定规范的说法,从而在语言中留下充分的痕迹;其次,宗教的传播同样会反映在语言当中,佛教对汉语词汇、伊斯兰教对回族所用词汇都有重要影响;再次,文学作品和戏曲、快板、歌曲、民谣等艺术形式是文化传播的重要途径,也都是以语言为载体;最后,农作物或器物服饰的传播途径也会在语言中留下痕迹(周振鹤和游汝杰,2006)。因此,语言综合地反映了文化横向传播的各个方面。

中国虽然具有统一的书写文字,但发音“南腔北调”,方言众多。各方言的形成,有其历史、地理、自然原因,因此也被视为地域文化的积淀体现(翟学伟,2014;徐现祥等,2015;赵子乐和林建浩,2017)。现有研究就发现,方言作为地方文化的表征,可能影响地方经济发展(徐现祥等,2015)、影响劳动力流动(刘毓芸等,2015)、解释投资者异质性(Chang等,2015)、影响公司代理问题(戴亦一等,2016)等。同样,方言也可能影响企业并购这一现代经济活动。主并公司、目标公司所在地的方言差异越大,意味着公司的文化背景差异越大。一方面,无论从员工个体角度,还是企业组织层面,双方企业之间的交流融合难度增大,合并后的整合成本增加。因此,文化差异将为并购带来额外成本,影响合并后的绩效;另一方面,文化之间的差异也可能为双方公司带来增量学习机会,合并之后双方能通过类似“移植”外部环境的方式,建立更为丰富的知识结构、促进创新和学习。因此,文化差异增强了并购后的学习效应,提升了并购绩效。由此提出以下竞争性假说:

H1:文化差异的“成本效应”假说:主并公司、目标公司所在地的方言差异越大,并购的绩效越差;

H2:文化差异的“学习效应”假说:主并公司、目标公司所在地的方言差异越大,并购的绩效越好。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

研究以2004-2015我国沪深两市A股上市公司的收购兼并活动为研究对象。并购数据最初来自CSMAR数据库,研究首先剔除关联方之间的并购活动,剔除标的物为目标公司资产的资产收购(王艳和阚铎,2014),剔除财务数据、并购数据缺失的情况。再手工将样本数据与相应并购公告一一比对,纠正首次公告日、并购双方情况、并购价格等重要数据上的错漏,最终取得4156个研究样本。其他财务数据、交易数据均来自CSMAR数据库。

(二) 检验模型与变量定义

研究设定以下基准模型对H1、H2进行检验,所有连续型变量进行1%缩尾处理。由于同一家公司在样本中可能多次出现,研究还进行了组间自相关调整:

$$\begin{aligned} CAR = & \alpha_0 + \alpha_1 CultureDiff + \alpha_2 GeoDistance + \alpha_3 State \\ & + \alpha_4 MSize + \alpha_5 Size + \alpha_6 Leverage + \alpha_7 TobinQ \\ & + \alpha_8 OCF + \alpha_9 First + \alpha_{10} RelatedIND + \alpha_{11} LawDiff \\ & + IND + YEAR + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

1. 因变量

因变量为并购的短期绩效,采用并购公告的累计超额收益率(CAR)计量。CAR采用市场模型计算超额回报(Brown和Warner,1985),即 $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$ 。其中, $R_{i,t}$ 和 $R_{m,t}$ 分别为t日的个股收益率与市场收益率,模型的估计窗口为并购事件首次公告日前300个交易日至前30个交易日。根据Ishii和Xuan(2014)、王艳和阚铎(2014),研究以事件日前后三天,即 $[-1, 1]$ 为计算窗口计算累计超额收益率作为因变量,并以其他时间窗口计算的累计超额收益率进行稳健性检验。

2. 检验变量

检验变量为主并公司、目标公司所在地的文化差异(CultureDiff),研究以方言距离 $d(a, b)$ 度量两地的文化差异性。

根据现有文献,研究基于方言树图,以地级市作为方言距离分析单位,度量地级市之间的方言距离。其中,方言树图指的是《中国语言地图集》(中国社会科学院,2012)对中国方言所做的分区,该图集将汉语方言由粗略到细致分为“汉语→方言大区→方言区→方言片”四个层次。例如汉语被分为官话、赣语、晋语、徽语、吴语、闽语、湘语、粤语、客家以及平语10个方言大区;方言大区下再划分方言区,如官话大区又分为北京官话、东北官话、冀鲁官话、辽胶官话、江淮官话、中原官话、银兰官话、西南官话等8个方言区;方言区继续划分为方言片,如北京官话又分为朝峰片、怀承片、京师片、克石片、石克片等5个方言片;以此类推。研究采用方言片作为基本方言单元。

本文具体借鉴刘毓芸等(2015)的方法测度方言差异。在地级市方言距离的度量上,一个地级市通常下辖若干县级市,而县作为基本行政单位通常只有一个方言片,因此研究首先赋值得到县与县之间的方言距离,再用人口加权得到地级市之间的方言距离。县级市的方言距离赋值方法如下:(1)当两个县属于同一方言片时,方言距离为0;(2)当两个县属于不同方言片、但属于同一方言区时,方言距离为1;(3)当两个县属于不同方言区、但属于同一方言大区时,方言距离为2;(4)当两个县属于不同方言大区时,方言距离为3。即赋值越大,两个县的方言距离也越大。再采用各县级市在地级市的人口占比,通过模型(2)加权得到两两地级市之间的方言距离 $d(a, b)$:

$$d(a, b) = \sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J S_{-Ai} \times S_{-Bj} \times d_{-ij} \quad (2)$$

其中, S_{Ai} 为 A 市中任一县 i 的人口比例, S_{Bj} 为 B 市中任一县 j 的人口比例, d_{ij} 为县 i 和县 j 之间的方言距离。模型 (1) 是一个概率加权公式, 其经济学含义为: 任意一家 A 市公司与任意一家 B 市公司之间方言距离的期望值。该值越大, 表明两地之间的方言距离也越大。

据研究假说, 当成本效应假说成立时, α_1 显著为负, 即方言距离越大 (文化差异越大), 并购的公告市场反应将越差; 当学习效应假说成立时, α_1 显著为正, 即方言距离越大 (文化差异越大), 并购的公告市场反应将越好。

表 1 主要变量定义

变量名	变量含义	变量计量
CAR	并购的短期绩效	采用并购公告日前后三日的累计超常收益计量, 采用市场模型计算超常回报。
CultureDiff	文化差异	采用主并公司、目标公司所在地的方言距离计量。 $d(a, b) = \sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J S_{Ai} \times S_{Bj} \times d_{ij}$
GeoDistance	并购双方地理距离	测算双方公司所在城市的地理距离, 大于样本中位数的该值取 1, 否则取 0。
State	国有股权比例	主并公司上一年年末国有股份数占公司股份总数的比例值。
MASize	并购规模	并购价格占主并公司市值的比例。
Size	公司规模	主并公司上一年年末总资产取自然对数。
Leverage	资产负债率	主并公司上一年年末负债总额除以资产总额。
TobinQ	公司价值	主并公司上一年年末的托宾 Q 值。
OCF	经营活动净现金流	主并公司上一年年末经营活动净现金流除以资产总额。
First	第一大股东持股比例	主并公司上一年年末第一大股东股份数除以公司总股数。
RelatedIND	行业相关性	主并公司与目标公司是否行业相关, 当双方行业无关联时, 该变量取 0; 当并购为纵向并购时, 该变量取 1; 当并购为横向并购时, 该变量取 2。
LawDiff	投资者法律保护差异性	主并公司与目标公司所在地投资者法律保护程度的差异, 以两地投资者法律保护指数之差的绝对值计量。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本量	均值	中位数	极大值	极小值
CAR (%)	4156	2.1547	0.6174	26.2010	-18.7967
CultureDiff	4156	1.7358	2	3	0
GeoDistance	4156	0.3556	0	1	0
State	4156	0.0848	0	0.7985	0
MASize (%)	4156	3.0079	0.9370	35.9339	0.0088
Size	4156	21.7960	21.6726	25.1825	19.7232
Leverage	4156	0.4373	0.4388	0.8656	0.0446
TobinQ	4156	2.2882	1.6993	11.5573	0.1989
OCF	4156	0.0368	0.0382	0.2467	-0.2160
First	4156	0.3383	0.3147	0.7177	0.0843
RelatedIND	4156	1.3970	2	2	0
LawDiff	4156	8.0297	2.61	40.09	0

3. 控制变量

控制变量包括: 并购双方地理距离 (GeoDistance)、国有股权比例 (State)、并购规模 (MASize)、公司规模 (Size)、资产负债率 (Leverage)、公司价值 (TobinQ)、经营活动净现金流 (OCF)、第一大股东持股比例 (First)、并购的行业关联性 (RelatedIND)、双方投资者法律保护差异性 (LawDiff), 具体定义见表 1。此外还设置 IND 和 YEAR 两个哑变量, 分别控制主并公司所属行业以及并购发生的年度。

(二) 基本回归结果

表 3 文化差异影响并购绩效的回归结果

自变量	因变量 CAR		
	(1)	(2)	(3)
CultureDiff	0.4477 ***	0.3791 ***	0.4126 ***
	(4.26)	(3.19)	(3.04)
GeoDistance			-0.3195 (-0.93)
State			-0.9116 (-1.03)
MASize			2.3876 *** (7.49)
Size			-0.8922 *** (-5.73)
Leverage			0.1371 (0.17)

续表

自变量	因变量 CAR		
	(1)	(2)	(3)
TobinQ			-0.2299 *** (-2.74)
OCF			-0.0148 (-0.01)
First			-0.5155 (-0.57)
RelatedIND			-0.1694 (-1.14)
LawDiff			0.0004 (0.04)
Constant	1.3775 *** (6.20)	-0.5621 (-0.20)	19.2857 *** (4.96)
IND		Controlled	Controlled
YEAR		Controlled	Controlled
Observations	4156	4156	4156
Adj-R2	0.004	0.029	0.053

注: ***, **, * 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平以下显著; 括号内为 t 值。

表 3 列示了文化差异影响并购绩效的回归结果。检验结果显示, CultureDiff 的系数显著为正, 即方言距离越大, 并购公告的累计超常收益越高。基本检验结果支持了文化差异的“学习效应”假说, 即主并公司和目标公司的文化背景差异越大, 双方越有可能从并购中获取新知识、共享资源, 从而提高并购绩效。

(三) 进一步的检验

1. 文化作用的影响因素

(1) 主并公司的产权性质

从并购动机上看, 当主并企业为国有企业时, 公司的并购决策更有可能是行政命令而非市场化行为。国有上市公司作为国有经济的中坚力量, 必然会面对政府的各种指令性安排, 这其中就包括并购决策。从政策的通盘考虑出发, 政府可能要求国有上市公司出于实现经济增长、维护社会稳定等目的而实施并购(潘洪波等, 2008), 也有可能出于做大做强国有企业、加强国有资本在特定行业和领域的控制力而推动并购(方军雄, 2008)。国有企业并购动机的非经济效益性, 使得主并公司在权衡并购决策时, 会较少考虑协同效应等问题, 并购后也可能疏于整合。因此文化差异对并购绩效的影响, 在主并公司为国有企业时会表现得较弱。相反, 非国有企业做出并购决策时, 战略协同、经济效益是首要目标, 对学习效应的考虑, 使得双方公司文化差异对并购绩效的影响会更为凸显。因此, 当主并公司为国有企业时, 主并公司、目标公司所在地的方言差异对并购绩效的影响将被削弱。

(2) 主并公司、目标公司的行业关联性

并购的关联性有可能影响文化与并购绩效的关系。企业的资源禀赋不仅包括自身经营能力, 还受到行业特征的影响(Christensen 和 Montgomery, 1981)。在行业相关的市场环境中, 生产要素流动将带来企业之间特定的相近性(Cameron 和 Quinn, 1999)。较之多元化并购, 当目标公司为主并公司的上下游企业、或同行业企业时, 基于行业基础的相似性显然将更为突出。这在一定程度上, 将降低公司之间由文化差异带来的知识、信息的差异性。换言之, 关联并购情况下, 双方冗余度提升, 文化差异的学习效应受到抑制, 因此方言差异与并购绩效之间的相关关系将被削弱。因此, 当主并公司与目标公司处于同一行业时, 主并公司、目标公司所在地的方言差异对并购绩效的影响将被削弱。

(3) 主并公司、目标公司的地理距离

区域文化的形成, 是自然、社会、政治等多方面因素长期综合作用的结果, 具有相当的传承性和稳定性(徐现祥等, 2015)。但一定时期内, 文化的作用也可能受到一些短期因素的干扰。例如, 当主并公司和目标公司的地理距离较近时, 比如位于同一省份内。由于行政区划相同, 且这种区划划分延续了相当一段时间, 因此两者之间在当前的行政管理、经济活动等方面会具有一定相近性(Giovanni, 2005)。这种基于地理距离基础的相似性, 一定程度会增加双方公司之间在某些领域的信息与知识的冗余度, 从而影响文化差异带来的学习效应。因此, 当主并公司与目标公司处于同一省份时, 主并公司、目标公司所在地的方言差异对并购绩效的影响将被削弱。

为检验以上三个因素对文化作用的影响, 研究设定了 SOE、SameIND、SameProv 三个分组变量, 对模型(1)进行分组检验, 同时也在模型(1)中引入交乘项进行检验。SOE 表示主并公司是否国有企业。当主并公司的最终控制人性质为国有时, 该变量取 1; 否则该变量取 0。SameIND 表示主并公司与目标公司是否同行业。当并购双方属于同行业、相关行业时, 该变量取 1; 否则取 0。SameProv 表示主并公司与目标公司是否同一省份。当并购双方属于同一省份时, 该变量取 1; 否则取 0。

表 4 列示了回归结果。从列(1)可以看出, 国有产权抑制了文化差异对并购绩效的促进作用; 从列(2)可以看出, 关联并购抑制了文化差异对并购绩效的促进作用; 从列(3)可以看出, 较近的地理距离抑制了文化差异对并购绩效的促进作用。

2. 文化差异与并购的长期市场业绩

本部分进一步考察双方文化差异对并购长期市场业绩的影响, 即以长期市场业绩 BHAR 作为因变量。

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{pt}) \quad (3)$$

表 4

文化差异影响并购绩效的回归结果
(分别考虑产权性质、行业关联、地理距离的作用)

自变量	因变量: CAR								
	(1)			(2)			(3)		
	SOE = 1	SOE = 0	全样本	SameIND = 1	SameIND = 0	全样本	SameProv = 1	SameProv = 0	全样本
CultureDiff	0.2418	0.5033 ***	0.5524 ***	0.2420	0.6875 ***	0.6491 ***	-0.0603	0.4927 *	0.5511 **
	(1.12)	(2.98)	(3.68)	(1.48)	(2.82)	(3.32)	(-0.27)	(1.96)	(2.33)
SOE			0.6524						
			(1.30)						
CultureDiff × SOE			-0.4934 **						
			(-2.12)						
SameIND						0.3143			
						(0.68)			
CultureDiff × SameIND						-0.3609 *			
						(-1.67)			
SameProv									0.2252
									(0.36)
CultureDiff × SameProv									-0.5677 *
									(-1.68)
GeoDistance	-0.5109	-0.2078	-0.3315	-0.2011	-0.7292	-0.3315	-1.7300	-0.6287	-0.6324 *
	(-0.94)	(-0.49)	(-0.97)	(-0.49)	(-1.18)	(-0.97)	(-0.61)	(-1.57)	(-1.70)
State				-0.4029	-1.8776	-0.9392	0.0613	-1.9080	-0.8793
				(-0.38)	(-1.17)	(-1.06)	(0.05)	(-1.49)	(-0.99)
MASize	-0.7155	3.5242 ***	2.3784 ***	1.9258 ***	4.0846 ***	2.3900 ***	6.9007 ***	1.8452 ***	2.3676 ***
	(-1.43)	(8.86)	(7.46)	(5.42)	(5.83)	(7.50)	(7.61)	(5.12)	(7.42)
Size	-0.5441 **	-0.9693 ***	-0.8938 ***	-0.9185 ***	-0.6137 **	-0.8860 ***	-0.2164	-1.3254 ***	-0.9068 ***
	(-2.40)	(-4.72)	(-5.74)	(-4.80)	(-2.23)	(-5.70)	(-0.96)	(-6.11)	(-5.82)
Leverage	1.0497	-0.4032	0.1438	-0.4481	1.1242	0.0570	-0.2238	0.7949	0.2260
	(0.82)	(-0.40)	(0.18)	(-0.45)	(0.81)	(0.07)	(-0.19)	(0.73)	(0.28)
TobinQ	-0.0732	-0.3209 ***	-0.2296 ***	-0.2932 ***	-0.0786	-0.2302 ***	-0.0991	-0.3072 ***	-0.2264 ***
	(-0.51)	(-3.15)	(-2.74)	(-2.88)	(-0.53)	(-2.75)	(-0.84)	(-2.62)	(-2.70)
OCF	1.9445	-0.0345	-0.1134	-0.2929	0.7186	-0.0176	-2.2241	1.7143	-0.0667
	(0.71)	(-0.02)	(-0.07)	(-0.14)	(0.23)	(-0.01)	(-0.94)	(0.69)	(-0.04)
First	0.1567	-0.9572	-0.7709	0.3228	-2.4690	-0.5432	0.0776	-0.8515	-0.4774
	(0.12)	(-0.84)	(-0.87)	(0.29)	(-1.51)	(-0.60)	(0.06)	(-0.68)	(-0.52)
RelatedIND	-0.0905	-0.2524	-0.1809				0.1922	-0.3908 *	-0.1672
	(-0.37)	(-1.37)	(-1.21)				(0.90)	(-1.88)	(-1.12)
LawDiff	0.0238	-0.0106	-0.0000	0.0204 *	-0.0304 *	0.0008		0.0016	-0.0005
	(1.54)	(-0.90)	(-0.00)	(1.73)	(-1.82)	(0.08)		(0.15)	(-0.06)
Constant	26.5048 ***	20.1154 ***	19.0876 ***	20.3338 ***	13.4898 *	18.8291 ***	2.1502	29.6049 ***	19.4302 ***
	(3.25)	(4.14)	(4.91)	(4.51)	(1.95)	(4.83)	(0.34)	(5.63)	(4.93)
IND	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
YEAR	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Observations	1203	2953	4156	2711	1445	4156	1802	2354	4156
Adj-R ²	0.054	0.067	0.05	0.041	0.081	0.054	0.054	0.058	0.054

注: **、*、* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平以下显著; 括号内为 t 值。

其中, R_{it} 为主并公司 i 在 t 月的收益率, R_{pt} 为对应组合在 t 月的收益率。从并购次月开始计算, T 分别为 12 个月、24 个月、36 个月。借鉴李善民和朱涛 (2006) 的做法, 采用交叉分组方法计算 R_{pt} 。首先, 根据公司在当年 6 月份的流通市值规模, 从小到大排序, 将样本分为 5 组; 其次, 根据公司在前一年 12 月份的“权益账面价值/权益市值”, 对上述 5 组从小到大排序再均分成 5 组; 最后, 对任意年份的 25 组公司, 分别计算各组的等权月收益率, 即为 R_{pt} 。表 5 列示了长期业绩对文化差异的回归结果。

表 5 文化差异与并购长期业绩的回归结果

自变量	因变量: BHAR		
	BHAR12	BHAR24	BHAR36
CultureDiff	0.0198 **	0.0245 *	0.0698 ***
	(2.18)	(1.69)	(2.74)
GeoDistance	-0.0315	-0.0313	-0.0986
	(-1.37)	(-0.84)	(-1.50)
State	-0.0731	-0.2028 **	-0.0697
	(-1.25)	(-2.28)	(-0.49)
MASize	0.0673 ***	0.0358	0.0063
	(3.19)	(1.00)	(0.08)
Size	-0.0766 ***	-0.0849 ***	-0.1341 ***
	(-7.35)	(-5.12)	(-4.68)
Leverage	-0.0126	-0.0225	0.1527
	(-0.23)	(-0.26)	(1.01)
TobinQ	-0.0272 ***	-0.0276 ***	-0.0179
	(-4.76)	(-2.88)	(-1.03)
OCF	0.0738	0.3929 **	0.0984
	(0.63)	(2.11)	(0.31)
First	0.1156 *	0.4580 ***	0.3221 *
	(1.89)	(4.73)	(1.91)
RelatedIND	-0.0293 ***	-0.0235	-0.0170
	(-2.93)	(-1.44)	(-0.60)
LawDiff	-0.0005	0.0011	0.0011
	(-0.84)	(1.04)	(0.60)
Constant	1.6586 ***	1.0276	2.7615 ***
	(6.33)	(1.24)	(3.72)
IND	Controlled	Controlled	Controlled
YEAR	Controlled	Controlled	Controlled
Observations	3784	3222	2461
Adj-R ²	0.059	0.074	0.082

注: ***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平以下显著; 括号内为 t 值。

从表 5 可以看出, 12 个月、24 个月、36 个月的 BHAR 为因变量时, CultureDiff 的系数都显著为正。表明文化差异越大的并购, 其长期市场业绩也越好。文化差异带来的学习效应, 在并购后的很长一段时间, 都将通过提升协同效应, 为主并公司带来更好的长期业绩。

五、稳健性检验^③

(一) 测量误差

1. 不同时间窗口 CAR

研究在基础回归中采用前后三日累计超常收益 CAR (-1, 1) 作为因变量, 为保证检验结果稳健, 进一步采用不同时间窗口累计超常收益作为因变量。检验结果与主回归一致。

2. 不同并购比例

只有当并购股份的比例达到一定程度、主并公司取得目标公司的控制权后, 才是真正意义上的并购而非普通的股权投资。研究样本中, 主并公司通过并购取得目标公司的股份比例, 均值为 55.43%、中位数为 51%。主并公司很大程度上都取得了对目标公司的控制权。为了使结果更加稳健, 研究分别剔除并购的股份比例在 20%、30%、50% 以下的样本。结果与主回归相一致。

3. 方言树度量误差

方言树图本身可能划分不均。北方方言的划分更为细致, 而南方方言的划分则较为粗糙。因此在北方方言内部, 方言差异更有可能被高估, 而以吴语、闽语为代表的南方方言内部的方言距离, 则很可能被低估。因此, 研究进一步控制上述高估、低估问题。分别剔除了北方方言之间并购的样本, 以缓解北方方言内部方言距离可能被高估的情况; 剔除了吴语、闽语之间并购的样本, 以缓解吴语、闽语内部的方言距离可能被低估的情况。回归结果与全样本的回归结果一致。

(二) 工具变量

研究以地势差异作为工具变量, 克服方言差异与并购绩效之间可能存在的内生性。以封志明等 (2007) 提取的基于栅格尺度 (10km×10km) 的中国地形起伏度 (QFD), 测度地势复杂程度。^④ 主并企业所在地地形起伏度与目标企业所在地地形起伏度之差取绝对值, 作为两地地势差异 (DiffQFD), 加入模型 (1) 进行两阶段最小二乘回归。检验结果表明, 在控制内生性问题后, 本文的研究结论仍然成立。

(三) 其他的可能解释

1. 董事长、CEO 方言的影响

公司董事长、CEO 的方言背景也能塑造公司文化, 从

^③ 因篇幅所限, 本部分的回归结果没有在正文中列示, 有兴趣的读者可以和作者联系: caining@xmu.edu.cn。

^④ 本文采用了封志明等 (2007) 的地理区划的地形起伏度数据, 参阅《中国自然地理纲要》对地理区的划分, 确定主并公司、目标公司所在地具体属于哪个地理区, 进而确定双方公司的地形起伏度情况。

而影响地区文化的作用。本部分进一步区分主并公司董事长和 CEO 籍贯带来的公司文化异同对并购绩效的影响。董事长和 CEO 的籍贯数据来自招股说明书,并通过公司年报等加以补充,最终取得 1589 个公司年样本。设置哑变量 MTProv 表示主并公司董事长、CEO 籍贯与目标公司所在地的异同,当两者相同时, MTProv 取 1,否则取 0。在模型 (1) 中加入 MTProv 和 CultureDiff \times MTProv 进行回归。CultureDiff \times MTProv 的系数为负但没有通过显著性测试,表明公司层面文化对地区层面文化与并购绩效之间的关系没有显著影响。

2. 考虑方言的“交流效应”

方言的“交流效应”指的是因方言差异而沟通不畅、阻碍交流。为进一步区分文化效应和交流效应的影响,研究把样本分为两组:北方方言之间的并购和南方方言之间的并购。北方方言之间差异性小、沟通容易,南方方言间差异较大。如果是文化效应起主要作用,那么方言差异性在两组样本间的作用不存在显著差异;如果是交流效应起主要作用,那么南方方言组里方言差异性将具有更显著的作用。设置哑变量 BeifangDia,当主并和目标公司所在地的方言大区同属于官话区, BeifangDia 取 1,否则取 0。并在模型 (1) 中加入 BeifangDia 和 CultureDiff \times BeifangDia 进行回归。CultureDiff \times BeifangDia 的系数没有通过显著性测试,即在北方方言组和南方方言组, CultureDiff 与 CAR 的关系不存在显著差异。检验结果支持了,在并购事件中,主要是方言的“文化效应”而不是“交流效应”在发挥作用。

六、研究结论

“文化与公司财务”是近年社会学与经济学相融合的研究领域。中国的转型经济特征、多方言制度背景,为从语言角度测度文化,进而考察这一非正式制度安排在经济发展中的作用,提供了独特且重要的研究场景。本文借助中国的多方言制度背景,拓展了文化与公司财务研究,克服了文化的国别比较研究中难以剔除的制度差别问题;也以方言(语言)为切入点,发展了中国的文化研究。在实务上,为并购决策中,主并公司选择目标公司提供了理论支持。文化差异固然可能带来整合难度、增加整合成本,但也可能为双方带来增量知识、为学习和协同创造新

机会。因此主并公司在选择并购对象时,应对文化差异的两方面影响加以权衡,做出最终可能提升协同效应的并购选择。

主要参考文献

- 黄新飞,关楠,翟爱梅. 2014. 遗传距离对跨国收入差距的影响研究:理论和中国的实证分析. 经济学(季刊), 2: 1127~1146
- 刘毓芸,徐现祥,肖泽凯. 2015. 劳动力跨方言流动的倒 U 型模式. 经济研究, 10: 134~162
- 王艳. 2014. “诚信创新价值观”文化差异度与并购价值. 会计研究, 9: 74~80
- 徐现祥,刘毓芸,肖泽凯. 2015. 方言与经济增长. 经济学报, 2: 1~32
- 翟学伟. 2014. 信任的本质及其文化. 社会, 1: 1~26
- 赵子乐,林建浩. 2017. 经济发展差距的文化假说:从基因到语言. 管理世界, 1: 65~77
- 中国语言地图集. 2012. 中国社会科学院. 商务印书馆
- Chen, M. K. 2013. The Effect of Language on Economic Behavior: Evidence from Saving Rates, Health Behaviors, and Retirement Assets. American Economic Review, 103 (2): 690~731
- Giannetti, M., Y. Yafeh. 2012. Do Cultural Differences between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated Bank Loans. Management Science, 58 (2): 365~383
- Glaeser, E. L., D. I. Laibson, J. A. Scheinkman, C. L. Soutter. 2000. Measuring Trust. Quarterly Journal of Economics, 115 (3): 811~846
- Guiso, L., P. Sapienza, L. Zingales. 2006. Does Culture Affect Economic Outcomes? Journal of Economic Perspectives, 20 (2): 23~48
- Ishii, J., Y. Xuan. 2014. Acquirer-target Social Ties and Merger Outcomes. Journal of Financial Economics, 112 (3): 344~363
- Zingales, L. 2015. The “Cultural Revolution” in Finance. Journal of Financial Economics, 117 (1): 1~4

Culture Difference and M&A: from the Dialect Perspective

Cai Ning

Abstract: Using dialect to measure the culture, this paper investigates if the difference between the dialects of registration cities of bidder companies and target companies will impact the performance of M&A. The findings are as follows: first, the more different two dialects are, the higher is the market reaction to M&A announcement. This finding supports the learning effect of culture difference; second, when the bidder companies are SOEs, when bidder and target companies belong to the same or related industries, and when bidder and target companies are from the same province, the learning effect of culture difference is restrained; third, when the culture difference between bidder and target companies is great, the long-term performance is better. The findings of this paper contribute to the study of “Culture and Finance”.

Key Words: Culture; Dialect; M&A